

REVUE DES SOCIÉTÉS

Directrice /

Isabelle Urbain-Parleani
Professeure à l'Université Paris-Descartes (Paris V)
(CEDAG)

Rédacteur en chef /

Pierre-Henri Conac
Professeur à l'Université du Luxembourg

Secrétaire générale de la rédaction /

Bénédicte François
Professeur à l'Université François-Rabelais (Tours)

Anciens directeurs /

Yves Guyon
Professeur émérite de l'Université de Paris I
(Panthéon-Sorbonne)
Directeur de 1986 à 2003

Jean Hémard
Professeur émérite de l'Université de droit,
d'économie et de sciences sociale de Paris.
Directeur de 1969 à 1985

Fondateur /

A. Vavasaur
Fondateur en 1883

Directrice de la publication
Sylvie Faye

Secrétaire général adjoint de la rédaction
Pascal Pisoni

Secrétaire de rédaction unique
Claire Marazzato, 01 40 64 54 85

ABONNEMENT, MARKETING, PUBLICITÉ
Revue mensuelle (11 numéros par an)
Directrice des abonnements : Yvette Nay
80, avenue de la Marne -
92541 Montrouge Cedex

Fax : 01 41 48 47 92
Responsable relations clients :
Ginette N'Koua
Tél. : 0 820 800 017 (0,12 € TTC/mn)

Prix de l'abonnement 2016 (1 an)
Tarif : 310 € HT (316,51 TTC)

Export : 330 € HT
Tarif étudiants : 93 € HT (94,95 TTC)
Tarif enseignants : 263,50 € HT
(269,03 TTC)

Prix au numéro : 42,88 € TTC

Hervé Le Nabasque

Professeur à l'École de droit de la Sorbonne
(Paris I)

Jean-Pierre Mattout

Professeur associé à l'Université
Panthéon-Assas (Paris II)
Avocat associé

Philippe Merle

Professeur à l'Université Panthéon-Assas
(Paris II)

Jacques Mestre

Doyen de la Faculté de droit d'Aix-Marseille

Didier Poracchia

Professeur à Aix-Marseille Université

Bernard Saintourens

Professeur à l'Université de Bordeaux

Jean-Pierre Sortais

Professeur (h) à la Faculté de droit et des
sciences économiques de Lausanne

François Terré

Professeur émérite de l'Université de droit,
d'économie et de sciences sociale de Paris.
Membre de l'Institut

Daniel Tricot

Président honoraire de la Chambre
commerciale, financière et économique
de la Cour de cassation

Comité scientifique /

Pierre Bézard

Président honoraire de la chambre
commerciale, financière
et économique de la Cour de cassation

Jean-François Barbiéri

Professeur au CDA (Toulouse-I) et au CREOP
(Université de Limoges)

Bernard Bouloc

Professeur à l'École de droit de la Sorbonne
(Paris I)

Alain Couret

Professeur à l'École de droit de la Sorbonne
(Paris I)

Jean-Jacques Daigre

Professeur à l'École de droit de la Sorbonne
(Paris I)

Philippe Didier

Professeur à l'Université Paris-Descartes
(Paris V)

Michel Germain

Professeur à l'Université Panthéon-Assas
(Paris II)

Paul Le Cannu

Professeur émérite à l'École de droit de la
Sorbonne (Paris I)

ISSN 0242 - 5424

N° CPPAP

1017 T 82166

Imprimerie Chirat -
42540 Saint-Just-la-
Pendue

Dépôt légal :
juillet 2016

ÉDITIONS DALLOZ

Société par actions simplifiée
au capital de 3 956 040 euros
Siège social :

31-35 rue Froidevaux

Paris 14^e

RCS Paris 572 195 550

Siret 572 195 550 00098

Code APE : 5811 Z

TVA : FR 69 572 195 550

Filiale des éditions Lefebvre-Sarrut
La reproduction, même partielle,
de tout élément publié dans la revue
est interdite.

La correspondance concernant
la rédaction doit être adressée à :
Monsieur Pierre-Henri Conac,
rédacteur en chef de la Revue des Sociétés,
31-35 rue Froidevaux, 75685 Paris CEDEX 14
ou par e-mail : revsoc@dalloz.fr
Les articles de doctrine adressés
à la Revue des Sociétés ne doivent pas dépas-
ser 70 000 signes (notes de bas de pages com-
prises, espaces non comprises).
Seule la publication vaut acceptation.



*Téléchargez sur votre smartphone et tablette, l'application gratuite
Dalloz sous Android et iOS et connectez-vous à l'aide de vos identi-
fiants personnels ou des identifiants qui vous ont été communiqués
lors de votre abonnement ou de votre réabonnement.

Retrouvez également votre revue numérique sur Dalloz-Revues.fr

Imprimé par Tous droits réservés

N° 07-08 - Juillet-Août 2016 / **SOMMAIRE****Actualités** 402

par Bénédicte François

Études 407**Les sociétés devenues de fait**

Matthieu Zolomian 407

**Sociétés de biologie médicale : entre modernité et classicisme
Décret n° 2016-44 du 26 janvier 2016**

Bastien Brignon 414

Jurisprudence 422**Sociétés en général**Le sort du tiers acquéreur d'actions d'une SAS
confronté à l'exercice, critiqué, d'un droit de
préemption prévu dans les statuts,Com. 2 févr. 2016
note Didier Poracchia 422Dol incident du prétendu dirigeant de fait de la
société cessionnaire,Com. 19 janv. 2016
note Thibaut Massart 429Obligation d'information annuelle de la cau-
tion : l'arme fatale de la caution !,Com. 9 févr. 2016
note Nathalie Martial-Braz 435**En bref**Refus d'annulation d'une cession de parts
sociales pour dol, Com., 3 mai 2016 438**Sociétés anonymes***Intuitu personae* et cession de la créance née
d'une garantie de passif,Com. 20 oct. 2015
note Nicolas Borge 439**Sociétés par actions simplifiées**Direction de SAS : validité d'une convention
de management - régime des incompatibilités
parlementaires,Com. 24 nov. 2015 et Cons. const. 22 déc. 2015
note Laurent Godon 443**Sociétés à responsabilité limitée**De l'application de la règle *Nemo plus juris...*
aux cessions de parts cessibles de SARL,Com. 16 févr. 2016
note Matthieu Dubertret 451**Droit pénal des sociétés**Condamnation pour banqueroute par absence
de tenue de comptabilité,Crim. 3 févr. 2016
note Haritini Matsopoulou 454**Droit international des sociétés**Du nouveau dans le droit d'agir en France des
associations étrangères,Crim. 1^{er} déc. 2015
note Karine Rodriguez 460**Droit fiscal des sociétés**Impôt de solidarité sur la fortune : exonération
partielle des mandataires sociaux non rémuné-
rés,Com. 5 janv. 2016
note Régis Vabres 466**Chronique de droit des marchés financiers** 469

par Pierre-Henri Conac, Bénédicte François, Hervé Le Nabasque, Anne-Catherine Muller

/ CHRONIQUE

Chronique de droit des marchés financiers

Pierre-Henri Conac

Professeur à l'Université du Luxembourg

Bénédicte François

Professeur à l'Université F. Rabelais (Tours)

Hervé Le Nabasque

Professeur à l'École de droit de la Sorbonne (Paris I)

Anne-Catherine Muller

Professeur à l'Université de Villetaneuse

La chronique de droit des marchés financiers porte sur la période de mi-mars à mi-juin 2016. Il est à signaler tout d'abord la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système des abus de marché. En matière d'information financière, on notera la publication du règlement délégué n° 2016/301 de la Commission du 30 novembre 2015, complétant la directive n° 2003/71/CE par des normes techniques de réglementation relatives à l'approbation et à la publication du prospectus ainsi qu'à la diffusion de communications à caractère promotionnel, et modifiant le règlement CE n° 809/2004 de la Commission. L'AMF a aussi consolidé, dans un seul document, tous les éléments de doctrine relatifs à l'information financière pro-forma. En ce qui concerne le gouvernement d'entreprise, le projet de loi dit « Sapin 2 » impose un say on pay vote contraignant à la suite de l'émoi suscité par le refus du conseil d'administration de Renault de prendre en compte le vote négatif des actionnaires sur la rémunération du P-DG. L'auto-régulation en ce domaine, qui avait pourtant fait ses preuves, a été victime du comportement d'un seul dirigeant d'entreprise et de son conseil d'administration !

I. AMF

Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché

JO n° 144, 22 juin 2016, texte n° 1

La loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marchés a été définitivement adoptée par l'Assemblée nationale et le Sénat et publiée le 22 juin. Le délai de transposition du 3 juillet 2006 du règlement¹ et de la directive² abus de marchés de 2014 devrait donc être tenu, pour les dispositions contenues dans la loi, grâce à

l'adoption du texte en urgence³. De plus, la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 a déclaré contraires à la Constitution les dispositions légales en vigueur et aurait paralysé l'ensemble du système répressif en matière d'abus de marché à compter du 1^{er} septembre 2016. La transposition des textes européens résulte donc d'une proposition de loi et non d'un projet de loi afin de gagner du temps, en évitant l'examen devant le Conseil d'État, et tenir le délai de la transposition. C'est

(1) Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive n° 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives n° 2003/124/CE, n° 2003/125/CE et n° 2004/72/CE de la Commission.
(2) Directive (UE) n° 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

(3) Proposition de loi réformant le système de répression des abus de marché, n° 3601 présentée par MM. Dominique Baer t et Dominique Lefebvre, députés, enregistrée à la présidence de l'Assemblée nationale le 24 mars 2016.

CHRONIQUE / Chronique de droit des marchés financiers

pourquoi la répression des abus de marchés a été en partie sortie de l'avant-projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique de mars 2016, dit projet de loi « Sapin II ».

Le projet de loi « Sapin II » prévoit la transposition des dispositions non encore transposées du règlement et de la directive abus de marché par voie d'ordonnance⁴. Le projet inclut aussi un régime spécifique des lanceurs d'alerte et une extension du champ de la composition administrative aux infrastructures de marché. Par ailleurs, il contient des dispositions relatives aux sanctions administratives puisqu'il transpose pour les personnes morales, le nouveau plafond de sanctions égal à 15 % du chiffre d'affaires de la société. Enfin, il rend applicable à l'ensemble des sanctions prononcées par l'AMF les critères explicites de détermination du *quantum* de la sanction (gravité du manquement, degré de coopération avec l'AMF, etc.) introduits par l'ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 pour les seules sanctions relatives à l'information des émetteurs.

La loi du 21 juin 2016 intègre des dispositions relatives au champ d'application et aux sanctions. Elle contient de nombreuses références au règlement européen sur les abus de marché car, dans le cadre du développement du Recueil réglementaire unique (*Single Rule Book*), la plupart de ces dispositions européennes sont d'application directe. L'influence du droit financier européen dans le code monétaire et financier devient très visible mais ces renvois nuisent à l'accessibilité au droit en raison de la complexité des références et de l'obligation d'aller les consulter dans d'autres textes pour pouvoir appliquer la loi.

Le niveau des amendes pénales a été aligné sur le niveau des sanctions administratives pécuniaires. Ainsi, le montant des sanctions pénales a été aligné sur celui des sanctions administratives et a été fixé à 100 millions d'euros et jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré ou des pertes qu'il a permis d'éviter. Ces niveaux sont situés au-delà de ce qu'impose la directive. Le choix d'une peine d'emprisonnement de cinq ans présente l'avantage de permettre le recours à des techniques d'enquête plus intrusives (infiltration, interceptions téléphoniques ou de correspondances, captation ou saisie conservatoire). En effet, ces dernières ne peuvent être mises en œuvre que dans le cas où l'infraction soupçonnée fait l'objet d'une peine d'emprisonnement supérieure ou égale à cinq ans.

La loi traite aussi et même surtout de la question de l'application du principe *non bis in idem* et de l'aiguillage des poursuites entre la répression administrative et la répression pénale. La Cour européenne des droits de l'homme en 2014, dans l'arrêt *Grande Stevens*⁵, et le Conseil constitutionnel en 2015⁶ ont considéré que le cumul des sanctions était contraire à la convention et inconstitu-

tionnel. La question principale était de savoir qui devait prendre la décision d'orientation en cas de conflit entre l'Autorité des marchés financiers (AMF) et le procureur de la République financier. Une commission parlementaire avait proposé de confier cette mission à un conseil des infractions boursières composé de trois conseillers d'État et de trois magistrats du siège de la Cour de cassation. Il aurait statué à la majorité des voix et le président du conseil, élu pour deux ans et issu alternativement du Conseil d'État et de la Cour de cassation, aurait disposé d'une voix prépondérante en cas d'égalité des voix. Nous avons critiqué cette solution car, au regard de la hiérarchie des normes constitutionnelles, la décision doit appartenir au Parquet. Le Conseil d'État s'est également prononcé en ce sens dans un avis du 19 novembre 2015 en estimant aussi qu'une commission de partage serait inconstitutionnelle. La loi confie donc le pouvoir d'aiguillage, en cas de conflit, au procureur général près la cour d'appel de Paris⁷. En pratique, une orientation informelle a déjà été mise en place sans attendre la loi.

La loi organise aussi de manière très précise, y compris au niveau des délais, le processus d'aiguillage, ce qui devrait éviter toute difficulté. Les décisions d'orientation vers la voie administrative ou pénale et toute décision par laquelle l'Autorité des marchés financiers renonce à procéder à la notification des griefs et toute décision par laquelle le procureur de la République financier renonce à mettre en mouvement l'action publique est définitive et ne sont pas susceptibles de recours.

Comme nous l'avions suggéré, la loi règle aussi la question d'une éventuelle constitution de partie civile dans l'hypothèse où la voie de la répression administrative est choisie. En effet, dans ce cas, la constitution de partie civile doit être écartée. Ainsi, « une plainte avec constitution de partie civile pour des faits susceptibles de constituer un des délits mentionnés à la présente section n'est recevable qu'à la condition que le procureur de la République financier ait la possibilité d'exercer les poursuites [...], et que la personne qui se prétend lésée justifie qu'un délai de trois mois s'est écoulé depuis qu'elle a déposé plainte devant ce magistrat contre récépissé ou par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou depuis qu'elle a adressé, selon les mêmes modalités, copie à ce magistrat de sa plainte déposée devant un service de police judiciaire ».

Le Sénat a adopté de nombreux amendements dont la plupart ont été adoptés dans le cadre de la Commission mixte paritaire. Une évolution fondamentale est l'extension de la composition administrative aux abus de marché, comme nous l'avions demandé, dès 2004, avec notre collègue Jean-Jacques Daigre⁸. Certains amendements intéressants n'ont cependant pas été adoptés. Ainsi, le Sénat avait autorisé l'AMF, sur autorisation du juge des libertés et de la détention, à accéder aux données de connexion des opérateurs téléphoniques et des « fadettes ». L'amendement n'a pas été adopté car

(4) Projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique, dite « loi Sapin II », 30 mars 2016.

(5) CEDH, 2^e sect., 4 mars 2014, n° 18640/10, D. 2015. 1506, obs. C. Mascala ; Rev. sociétés 2014. 675, note H. Matsopoulou ; RSC 2014. 110, obs. F. Stasiak ; *Ibid.* 2015. 169, obs. J.-P. Marguénat ; RTD eur. 2015. 235, obs. L. d'Ambrosio et D. Voza.

(6) Note sous Cons. const., 18 mars 2015, n° 2014-453/454 QPC, *John L. et autres*, Rev. sociétés 2015. 380, note H. Matsopoulou.

(7) C. mon. f. n., nouv. art. L. 465-3-6.

(8) V. J.-J. Daigre et P.-H. Conac, AMF et transaction, RD banc. f. n. 2004. 389 et Colloque de l'Association européenne de droit bancaire et financier, 8 févr. 2005 : « Faut-il accorder à l'AMF le pouvoir de transiger ? ».

Chronique de droit des marchés financiers / CHRONIQUE

le gouvernement souhaiterait proposer un texte plus général en ce domaine, applicable à plusieurs autorités indépendantes. Un autre amendement visait à renforcer la coopération entre le parquet national financier et l'Autorité des marchés financiers au stade de l'enquête en établissant une obligation réciproque d'information. Toutefois, cet amendement n'a pas été adopté non plus en raison du fait qu'une coopération étroite et informelle existerait déjà avec le parquet national financier. Enfin et surtout, le Sénat avait adopté, à l'initiative de sa commission des lois et malgré l'avis défavorable du gouvernement, un amendement unifiant le contenu des recours contre les sanctions prononcées par

l'AMF auprès de la cour d'appel de Paris. Cette mesure de bon sens s'est heurtée à l'opposition de l'Assemblée nationale dont le représentant au sein de la Commission mixte paritaire estimait au contraire que l'unification devait se faire au profit du Conseil d'État. Alors que le montant des sanctions administratives pécuniaires vient d'être significativement renforcé, il est pour le moins surprenant que l'on puisse sérieusement vouloir confier au juge administratif une fonction qui relève de manière flagrante de la « matière pénale » et donc naturellement du juge judiciaire.

P.-H. C.

II. Information financière

Précisions relatives au prospectus

Règlement délégué n° 2016/301 de la Commission du 30 novembre 2015, complétant la directive n° 2003/71/CE par des normes techniques de réglementation relatives à l'approbation et à la publication du prospectus ainsi qu'à la diffusion de communications à caractère promotionnel, et modifiant le règlement CE n° 809/2004 de la Commission

La directive Prospectus fait l'objet de précisions afin d'alléger la charge administrative liée aux différents aspects du prospectus.

Le règlement délégué commenté, dont on appréciera au passage que la Commission l'a adopté, ainsi que lui permettent les textes, comme une « norme technique », vient de manière très précise détailler certains éléments d'application de la directive. L'objectif est clair, il s'agit de conférer une plus grande efficacité au processus d'approbation du prospectus, celui-ci étant ralenti par la diversité des pratiques des autorités nationales compétentes. On le sait, l'allègement des formalités liées au prospectus constitue une priorité afin de décloisonner les marchés financiers de l'Union et de parvenir à constituer l'Union des marchés de capitaux, afin de relancer l'économie⁽¹⁾. L'adoption d'un règlement permet d'harmoniser les pratiques et par conséquent de décloisonner les marchés. Pour les entreprises, la décision de recourir aux marchés financiers ainsi que la multi-cotation s'en trouvent facilitées. Le texte contient également quelques dispositions relatives à la publication du prospectus et aux communications à caractère promotionnel essentiellement destinées à protéger les investisseurs.

S'agissant tout d'abord des dispositions relatives à l'approbation du prospectus, l'article 2 du règlement commenté vise à normaliser la présentation des informations contenues dans le prospectus, afin d'en faciliter le contrôle par l'autorité compétente⁽²⁾. La première préci-

sion, il est vrai qu'elle semble aujourd'hui aller de soi, le projet de prospectus doit être transmise à l'autorité compétente sous une forme électronique « consultable »⁽³⁾. L'adjectif fait référence à une forme électronique qui permette la recherche de « mots ou de termes spécifiques dans le prospectus » afin que l'autorité de marché puisse faire plus rapidement l'analyse du prospectus, ce qui contribue à en « rationaliser et en accélérer l'examen » (considérant n° 2). Le contenu du prospectus, normalisé notamment par les annexes du règlement n° 809/2004, doit également faire apparaître⁽⁴⁾, encore une fois afin de rendre l'examen du projet plus efficace, « un tableau des correspondances indiquant tout élément visé aux annexes et qui n'a pas été inclus dans le prospectus parce qu'il n'était pas applicable » (art. 2, § 2, point a)). De la même manière, on le sait, sont de nature à ralentir considérablement le processus d'approbation par l'autorité de marché les différentes modifications apportées au projet, soit à la demande de l'autorité de marché, soit à l'initiative de l'émetteur ayant revu certains aspects de son projet. Le texte oblige par conséquent l'émetteur à fournir des projets modifiés dotés d'un « marquage mettant en évidence toutes les modifications apportées au précédent projet exempt de marquage soumis à cette autorité » (art. 3, § 1). Ces modifications, dès lors qu'elles font suite à une demande de l'autorité jugeant le projet

(1) En ce sens, proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil, COM (2015) 583 final, révisant la directive Prospectus, exposé des motifs et considérants 1 à 6 notamment.

(2) Et ce dans le but de permettre à toutes les autorités de se conformer au délai prévu dans la proposition de règlement, à savoir 10 jours ouvrés à compter de la réception du projet complet (20 jours ouvrés pour une pré-

mière offre au public ou demande d'admission, proposition préc., art. 19, § 2 et 3), délai déjà appliqué en France (v. RG AMF, art. 212-21, al. 3, et 212-22, al. 4).

(3) À comparer à l'actuelle rédaction du RG AMF qui exige « la remise d'une documentation nécessaire à l'instruction du dossier et dont le contenu est déterminé par une instruction AMF », art. 212-6, al. 2. L'instruction AMF n° 2005-11 ne fait référence qu'au nombre d'exemplaires papier exigés.

(4) À l'initiative de l'émetteur ou à la demande de l'autorité de marché, art. 2, § 2, point a). Le tableau des correspondances est lui aussi remis sous une forme électronique consultable.

CHRONIQUE / Chronique de droit des marchés financiers

incomplet, incohérent ou difficilement compréhensible, doivent être accompagnées d'explications quant aux modifications apportées (art. 3, § 2). Aucune précision sur ce point ne figure dans la réglementation actuelle.

S'agissant ensuite de la publication du prospectus⁵, lorsqu'elle est faite par voie électronique, le règlement intègre des précisions fournies par une affaire jugée récemment⁶. En effet, il prévoit que l'accessibilité au prospectus ne doit être freinée ni par l'exigence de formalités, ni par le paiement d'un droit, ni conditionnée par l'acceptation d'une décharge de responsabilité (art. 6, § 4). Le texte exige également que le prospectus soit téléchargeable et imprimable, sans conditions (*ibid.*, § 1^{er}, point d)).

Enfin, le règlement comporte quelques exigences relatives aux communications à caractère promotionnel (art. 11 et 12). Si certaines dispositions ne sont pas nouvelles, telles que l'exigence de cohérence entre le prospectus et la communication promotionnelle⁷ ou la nécessité que la communication fasse mention d'une dispense de

prospectus⁸, le règlement innove en obligeant l'émetteur à diffuser une nouvelle communication à caractère promotionnel lorsqu'un supplément au prospectus est publié « en raison de la survenance ou de la constatation d'un fait nouveau significatif ou d'une erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le prospectus » (art. 11, § 1), et ce, sans délai (*ibid.*, § 3). Par ailleurs le règlement limite, au sein de la communication promotionnelle, l'emploi des Indicateurs Alternatifs de Performance⁹ à l'hypothèse où le prospectus en contient lui aussi¹⁰. À l'évidence, cette limitation vise à éviter que l'émetteur n'utilise dans sa communication promotionnelle des indicateurs qui ne seraient pas explicités, alors que leur présentation au sein du prospectus est nécessairement plus complète.

On le constate, ce règlement délégué témoigne de la même philosophie que la proposition de règlement visant à réformer la directive prospectus : faciliter l'accès des entreprises à l'épargne des investisseurs en allégeant le prospectus tout en améliorant la protection des investisseurs.

A.-C. M.

(5) Le prospectus doit en effet être mis à la disposition du public (art. L. 412-1, I) sous une forme au choix (RG AMF, art. 212-27). La proposition de règlement instaure une présomption de mise à disposition du public en cas de publication sous forme électronique (proposition préc., art. 20, § 2).
(6) CJUE 15 mai 2014, n° C-359/12, *Timmel*.
(7) RG AMF, art. 212-28, 4° et 212-29, *règl. commenté*, art. 12.

(8) RG AMF, art. 212-30, *règl. commenté*, art. 11, § 4.
(9) Sur cette notion, v. cette chron., *Rev. sociétés* 2016. 60.
(10) En toute logique, ce sont les mêmes indicateurs, *règl. commenté*. Art. 12, point d) et 2° alinéa.

Information financière *pro-forma*

Recommandation AMF n° 2013-08, modifiée le 15 avr. 2016

L'AMF consolide, dans un seul document, tous les éléments de doctrine relatifs à l'information financière *pro-forma*.

Sans modification sur le fond, la révision de cette recommandation intègre d'anciens éléments de doctrine et fournit l'ensemble des textes applicables à la question. L'information financière *pro-forma* est une information spécifique, donnée à l'occasion d'une opération, pour permettre aux investisseurs et aux actionnaires d'évaluer l'impact de ladite opération sur les comptes de l'émetteur. C'est donc une information qui n'est que théorique, un retraitement des données financières afin de permettre la comparabilité des états financiers¹. Cette information peut être fournie dans plusieurs types de documents, dans un prospectus, un document de référence ou un rapport financier, annuel ou semestriel. Le règlement n° 809/2004, et plus particulièrement ses annexes I et II² détermine ce qui est attendu en matière d'information *pro-forma* pour le prospectus³. S'agis-

sant des rapports financiers, annuels et semestriels, c'est l'AMF, par le biais de la recommandation commentée, qui prévoit une information *pro-forma*, sensiblement identique à celle exigée par le règlement prospectus. Ainsi, l'émetteur a le choix, soit il diffuse cette information dans son rapport financier, soit il attend la publication d'un prospectus⁴, lorsque ce document est obligatoire, *i.e.* en cas d'offre au public ou de demande d'admission sur un marché réglementé. Le facteur déclenchant l'obligation de fournir une information *pro-forma* est la « modification significative des valeurs brutes »⁵. L'opération peut être une acquisition ou une cession d'actifs ou de passifs, qui a une incidence sur le bilan et le compte de résultat de l'émetteur. Mais cette incidence doit être significative, ce que le règlement exprime en exigeant que l'un des indicateurs soit amené à varier de plus de 25 %, à la hausse ou à la baisse, en raison de cette opération. Les indicateurs sont les suivants, le chiffre d'affaires, le résultat et le total de l'actif⁶. L'appréciation du seuil de 25 % peut donner lieu à certaines difficultés⁷. L'ESMA a

(1) Ce qui donne naissance à l'obligation d'établir une information *pro-forma*, c'est la réalisation d'une opération (acquisition, cession, scission, fusion, apport partiel d'actif). Recommandation commentée, p. 3. Le changement de date de clôture, qui donne également lieu à des états comptables retraités, ne constitue pas un événement déclencheur d'une information financière *pro-forma*, v. recommandation commentée, III p. 26.
(2) Annexe I, § 20.2, annexe II. L'annexe XXV, § 20.2 s'applique aux PME et aux sociétés à faible capitalisation boursière.
(3) Ce sont les mêmes règles qui sont applicables au document de référence,

document pouvant être incorporé dans le prospectus.

(4) *Recomm. commentée*, 1.1., p. 5.
(5) *Règl. n° 809/2004*, annexe I, § 20.2.
(6) Il est possible d'utiliser d'autres indicateurs de taille si ceux-ci ne sont pas appropriés pour l'émetteur, à valider avec l'autorité compétente, *Recomm. commentée*, 1.2.2., p. 6.
(7) Par exemple quelle base de calcul convient-il de prendre ? S'agissant d'une acquisition, l'AMF recommande de prendre des valeurs sur une année

Chronique de droit des marchés financiers / CHRONIQUE

précisé que le calcul devait se faire opération par opération, sans nécessité de calculer une incidence cumulée⁸. Si l'émetteur a conclu plusieurs opérations, dont aucune individuellement n'est significative, il ne sera pas tenu d'établir une information *pro-forma*. L'ESMA estime cependant que cette appréciation doit être faite au cas par cas afin de s'assurer que l'absence d'information *pro-forma* n'est pas « *misleading* », autrement dit trompeuse. L'AMF recommande pour sa part qu'une telle situation donne lieu à publication d'une information *pro-forma*⁹. À noter également que l'obligation de faire figurer des informations *pro-forma* dans le prospectus s'applique également lorsque l'émetteur a pris un engagement financier important, i. e. « s'il a conclu un accord contraignant (non mis en œuvre à la date d'approbation du prospectus) en vertu duquel il doit réaliser une transaction qui devrait entraîner, à sa réalisation, une modification significative des valeurs brutes »¹⁰. Sur la présentation des informations *pro-forma*, la recommandation commentée comporte le rappel de l'annexe II du règlement n° 809/2004. Par ailleurs, l'AMF rappelle une évidence, l'information *pro-forma* communiquée doit reposer sur les indicateurs habituellement utilisés par l'émetteur, et non sur des nouveaux¹¹, l'objectif étant la

comparabilité des données. L'information *pro-forma* est une information comptable, qui doit être accompagnée de notes explicatives¹². La recommandation contient, par conséquent, de nombreuses précisions quant aux différents points techniques faisant difficulté pour l'établissement d'une information comptable *pro-forma*¹³. L'information *pro-forma* fait l'objet d'un rapport spécifique des commissaires aux comptes¹⁴. On terminera ce bref rappel par l'incidence de la date de l'opération sur la nécessité de publier ou non une information *pro-forma*. La recommandation commentée comporte en annexe¹⁵ un extrait des questions-réponses de l'ESMA sur ce point, qui atteste des divergences de pratiques entre autorités nationales compétentes. En résumé, si l'opération a été intégrée aux derniers comptes publiés, inclus dans le prospectus, elle ne doit pas faire l'objet d'une information spécifique. En revanche si le compte de résultat n'intègre que partiellement l'impact de la transaction, un compte de résultat *pro-forma* annuel doit être établi.

A.-C. M.

pleine, avec un dénominateur excluant la valeur acquise en cours d'exercice, Recommandation comm. 1.3.2., p. 8.

(8) ESMA Q and R Prospectuses, 23rd updated version, December 2015, n° 52 b).

(9) Recommm. commentée, p. 7, 1.3.1. b).

(10) Régl. n° 809/2004, art 4 bis, § 5, recomm. commentée, 2.1.6., p. 14.

(11) Recommm. commentée, p. 11, 2.1.2.

(12) Régl. n° 809/2004, annexe II, § 2. Même si la plupart des émetteurs le font, ils ne sont pas tenus d'établir des comptes complets *pro-forma*, mais de présenter les principaux agrégats financiers sous cette forme, recomm. commentée, 2.1.1., p. 11.

(13) Recommm. commentée, II « la préparation comptable des informations *pro-forma* », p. 16 à 25.

(14) Régl. n° 809/2004, annexe I, § 20.2. in fine, annexe II, § 7.

(15) Annexe 3, Q and R n° 51.

III. Franchissements de seuils

[...]

IV. Offres publiques et offres publiques de retrait

[...]

V. Gouvernance des sociétés cotées

Rémunération des dirigeants : le projet de loi Sapin 2 impose un *say on pay vote* contraignant

Art. 54 du projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (AN, TA n° 755, 14 juin 2016).

En juin 2013, le code AFEP-MEDEF de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées a été révisé afin d'introduire la possibilité pour les sociétés de recourir à un vote consultatif des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants (*say on pay vote*)¹. Il s'agit d'un vote sur les rémunérations déjà versées (dit vote « *ex post* »). Depuis lors, la totalité des sociétés du SBF 120 ont mis en place

cette procédure. Certes, l'année dernière, le taux d'approbation du *say on pay* était en légère baisse : 87,6 % en 2015, contre 91,4 % en 2014². Il est vrai que l'année 2015 a été marquée par un niveau record de contestation de la part des actionnaires, mais aucun *say on pay* ne fut rejeté³. Or, pour la première fois en France, des actionnaires

(1) AFEP-MEDEF, Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées, révisé en novembre 2015, recommandation 24.3.

(2) Haut Comité de gouvernement d'entreprise, Rapport d'activité, oct. 2015, p. 20 et 21 ; V. égal. B. François, in chron., Rev. sociétés 2015. 65.

(3) V. Proxinvest, Les Assemblées Générales des Sociétés Cotées F

Juillet-Août 2016 / REVUE DES SOCIÉTÉS / 473

Imprimé par Tous droits réservés

CHRONIQUE / Chronique de droit des marchés financiers

ont émis, en mai 2016, un vote consultatif défavorable sur la rémunération du président-directeur général d'une société cotée⁴. En l'espèce, 54,12 % des actionnaires de la société Renault ont rejeté la rémunération de leur dirigeant⁵. Dans un tel cas, le code AFEP-MEDEF prévoit que « le conseil, sur avis du comité des rémunérations, délibère sur ce sujet lors d'une prochaine séance et publie immédiatement sur le site Internet de la société un communiqué mentionnant les suites qu'il entend donner aux attentes exprimées par les actionnaires lors de l'assemblée générale »⁶. Toutefois, les conséquences tirées de ce vote par le conseil d'administration de Renault furent jugées peu satisfaisantes. Le communiqué suivant fut publié : « Le comité des rémunérations et le conseil d'administration de Renault se sont réunis, hors la présence du président-directeur général, afin de prendre connaissance du détail du vote exprimé et de délibérer définitivement sur cette question, conformément au code AFEP-MEDEF. Sur proposition de son comité des rémunérations, le conseil d'administration de Renault a approuvé le maintien de la rémunération décidée pour le président-directeur général pour l'année 2015 »⁷. Cette déclaration déclencha une forte polémique. Par lettre du 19 mai 2016 adressée au président-directeur général de Renault, le Haut Comité de gouvernement d'entreprise a demandé que le conseil de Renault se réunisse « d'ici quelques semaines au plus tard » et « annonce des mesures significatives ». Il a souligné que le code AFEP-MEDEF érige la « mesure », comme un principe, et que la rémunération doit aussi tenir compte autant que possible « des réactions des autres parties prenantes de l'entreprise, et de l'opinion générale. Ce dernier objectif n'a pas été atteint »⁸. Dans cet état d'esprit, l'AFEP et le MEDEF ont annoncé une révision de leur code⁹. Ils proposent que le *say on pay vote* ne soit plus seulement « consultatif » mais devienne « impératif ». En cas de vote négatif de l'assemblée, ils demandent au conseil d'administration de faire une contre-proposition « dans un délai raisonnable », soit quelques semaines, et de rendre celle-ci publique. Dès lors, un vote négatif des actionnaires contraindrait le conseil d'administration à statuer sur les modifications à apporter à la rémunération due ou attribuée au titre de l'exercice clos ou à la politique de rémunération future. Les politiques se sont emparés de la question et il a été décidé de légiférer. Un amendement au projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dit projet de « loi Sapin 2 »), adopté le 9 juin 2016, introduirait, dans le code de commerce, un vote « contraignant » des actionnaires sur la rémunéra-

tion des dirigeants¹⁰. En premier lieu, chaque année, les rémunérations des dirigeants feraient l'objet d'une autorisation préalable par l'assemblée des actionnaires. Ainsi, dans les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, les engagements pris au bénéfice de leurs présidents, directeurs généraux ou directeurs généraux délégués, par la société elle-même ou par toute société contrôlée ou qui la contrôle, et correspondant à des éléments de rémunération d'activité ou à des avantages de toute nature liés à l'activité, feraient l'objet d'une résolution soumise au moins chaque année à l'approbation de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Les projets de résolution établis par le conseil d'administration seraient présentés dans le rapport de gestion qui détaille les éléments de rémunération fixes, variables ou reflétant la performance des dirigeants précités ainsi que les critères retenus pour leur détermination. L'approbation de l'assemblée générale serait requise pour toute modification de ces éléments et à chaque renouvellement de mandat. Afin d'assurer l'efficacité du dispositif, des sanctions seraient prévues. Aucun versement, de quelque nature que ce soit, ne pourrait intervenir avant que le conseil d'administration ne constate leur approbation par l'assemblée générale. Si celle-ci n'approuvait pas la résolution, le conseil d'administration lui soumettrait une nouvelle proposition à la prochaine assemblée générale. Tout versement effectué en méconnaissance de cette dernière règle serait nul de plein droit. Cependant, cette mesure serait sans effet s'agissant des rémunérations fixes versées entre la date de délibération du conseil d'administration sur leur montant et la date à laquelle l'assemblée générale ordinaire est réunie. En second lieu, l'assemblée des actionnaires ratifierait la rémunération : elle délibérerait et statuerait sur la rémunération attribuée par le conseil d'administration ou, le cas échéant, par le conseil de surveillance pour chaque mandataire social au titre de l'exercice écoulé. Les éléments variables, exceptionnels ou reflétant la performance, dus pour l'exercice écoulé à chaque mandataire social, ne pourraient être versés qu'après approbation de la rémunération par ladite assemblée générale¹¹. Cela ne concernerait donc pas la rémunération fixe.

Notons d'abord que le dispositif proposé révèle les limites de l'autorégulation. Le recours à la loi aura le mérite de contraindre également toutes les sociétés dont les titres sont admis sur les marchés réglementés, et non pas seulement celles qui se réfèrent au code AFEP-MEDEF et qui, selon le principe « appliquer ou expliquer », choisissent de le mettre en œuvre¹². Surtout, comme l'avait prédit le professeur A. Viandier, le *say on pay* consultatif n'était qu'une « escale » vers un dispositif plus contraignant¹³. Il est vrai que la formule prévue par le code AFEP-MEDEF de 2013 en cas de vote négatif

çaises, saison 2015, 2 déc. 2015, tome 1.

(4) V. not. F. Aggeri, Gouvernance : les leçons de la controverse sur la rémunération de Carlos Ghosn, La Tribune, 12 mai 2016.

(5) Le montant de la rémunération s'élève à 7,2 millions d'euros (soit 1,23 million d'euros pour la rémunération fixe, 1,78 million pour la part variable et 4,18 millions sous la forme d'actions de performances). À cette somme s'ajoutaient les quelque 8 millions d'euros perçus en qualité de président-directeur général de Nissan.

(6) Recommandation 24.3 précitée.

(7) V. l'exposé sommaire de l'amendement n° AS9 présenté par M. Charroux, AN, 13 mai 2016.

(8) Cette lettre confidentielle fut publiée par le journal Les Échos (V. M. Amiot, Rémunération : le rappel à l'ordre du patronat français à Carlos Ghosn, 26 mai 2016).

(9) AFEP-MEDEF, Gouvernance des entreprises : l'AFEP et le MEDEF annoncent une révision majeure du code et lancent une consultation publique, Communiqué du 20 mai 2016.

(10) Projet de loi Sapin 2, art. 54 bis ; C. com., art. L. 225-37-2 proposé. Des dispositions analogues sont prévues pour les membres du directoire et du conseil de surveillance (C. com., art. 225-63 et art. L. 225-82-2 proposés).

(11) C. com., art. L. 225-100, al. 10 et 11, proposé.

(12) Le code MiddleNext qui traite des moyennes et petites capitalisations ne prévoit aucun *say on pay vote* (MiddleNext, Code de gouvernement d'entreprise pour les valeurs moyennes et petites, déc. 2009). Au demeurant, il existe encore des sociétés qui ne se réfèrent à aucun code de gouvernement d'entreprise (v. Autorité des marchés financiers, Rapport 2015 sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants de sociétés cotées, 9 nov. 2015, spéc., p. 7 et 119 s.).

(13) A. Viandier, L'avis consultatif de l'assemblée des actionnaires sur la rémunération des dirigeants sociaux, JCP E 2013. 1416, spéc. n° 43.

Chronique de droit des marchés financiers / CHRONIQUE

des actionnaires était peu précise, et l'on s'interrogeait sur la manière dont le conseil exprimerait les « suites » qu'il entendait donner au vote défavorable de l'assemblée. On rappellera que des droits étrangers ont adopté des procédures plus expéditives. Ainsi en Australie a été introduite la « règle à deux coups » (*two strikes rule*). Depuis le 1^{er} juillet 2011, si des actionnaires détenant au moins 25 % des droits de vote s'opposent à l'adoption du rapport sur les rémunérations lors de deux assemblées générales consécutives, les administrateurs doivent se présenter dans les 90 jours devant l'assemblée afin de solliciter leur réélection¹⁴.

En France, la solution légale désormais préconisée présente l'avantage de rendre aux actionnaires la maîtrise des rémunérations des dirigeants. L'on connaît la littérature financière sur ce point. La détermination de la rémunération des dirigeants est sans doute la question la plus importante de la gouvernance d'entreprise des sociétés cotées. Dans ces sociétés, en principe à actionnariat nombreux et dispersé, les dirigeants ne sont pas ou sont peu actionnaires¹⁵. Il en résulte un risque de divergence des intérêts entre dirigeants et actionnaires¹⁶. Les dirigeants sont tentés de mener une politique conforme à leur intérêt propre ; ils cherchent à se faire octroyer des rémunérations les plus élevées possibles et à conserver leur mandat. Le terme militaire d'*"entrenchment"* employé par les Anglo-Saxons décrit bien cette tactique de défense des positions occupées¹⁷. Changeant l'image, les Français parlent d'*"enracinement"*. Dans ces conditions, la réforme opérée par le projet de « loi Sapin 2 » est « de nature à rassurer les investisseurs dans les sociétés françaises et à lutter contre certains comportements déviants parfois observés en matière de rémunération des dirigeants »¹⁸. Elle s'inscrit dans le sillage des pratiques européennes les plus rigoureuses, notamment britanniques¹⁹.

Toutefois le dispositif n'est pas sans inconvénient. Le principal réside, en cas de vote négatif des actionnaires, dans l'articulation entre le pouvoir souverain de l'assemblée et le pouvoir de décision du conseil d'administration²⁰. Selon l'article L. 225-37-2 proposé, le conseil sera tenu alors de « soumettre une nouvelle proposition à la prochaine assemblée générale ». Mais que se passera-t-il en cas de vote à nouveau contraire des actionnaires ? De plus, que faire si l'assemblée générale se dédit et refuse de ratifier une rémunération qu'elle avait au préalable autorisée ? Ce cas de figure n'est pas inconcevable. Une récente étude montrait que les actionnaires détiennent leurs titres 17 mois en moyenne²¹. Par ailleurs, le *say on pay vote*, dans les pays où il a été mis en œuvre, ne semble pas avoir entraîné une diminution de la rémunération des dirigeants²². C'est pourquoi un appel avait été lancé par quarante personnalités pour plafonner le salaire annuel des dirigeants à 100 fois le montant du SMIC (1,75 million d'euros)²³, sans préciser néanmoins si cela incluait les seules rémunérations fixes ou la rémunération totale. Ce plafond qui existe déjà pour les sociétés détenues par l'État et qui ressort à 450 000 euros n'a pas été retenu par l'Assemblée nationale²⁴. Celle-ci craignait que cette mesure porte atteinte à la liberté d'entreprendre protégée par la Constitution²⁵. De même, les parlementaires, s'ils ont conditionné le versement des rémunérations variables à la ratification annuelle par l'assemblée des actionnaires, n'ont pas adopté un système de récupération de la rémunération (*clawback*), qui permet à la société de réclamer à l'intéressé, éventuellement plusieurs années après le versement, la restitution des composantes variables de sa rémunération qui lui ont été versées sur la base de données qui se sont par la suite avérées injustifiées²⁶.

(14) Corporations Amendment (Improving Accountability on Director and Executive Remuneration) Bill 2011- C2011B00020, Amendment of the Corporations Act 2001 Schedule 1, Remuneration Part 1, Division 9 Meetings arising from concerns about remuneration reports, sect. 250U and 250V, www.comlaw.gov.au/Details/C2011B00020

(15) Déjà, au XVIII^e siècle, Adam Smith l'a vu décrit : « Les directeurs de ces sortes de compagnies étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds » (*Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, Tome II, Traduction de Germain Garnier, Guillaumin, Paris, 1859, p. 366). Cette séparation entre la propriété des actions (*ownership*) et le pouvoir de direction (*control*) a été systématisée, au lendemain de la crise de 1929, par A.A. Berle et G.C. Means (*The modern corporation and private property*, Première édition en 1932, révisée par les auteurs en 1967, Harcourt, Brace & World, Inc. New York, 1968, p. 3). Comme l'a observé J.K. Galbraith, les actionnaires voient s'amoindrir leurs pouvoirs, confisqués par la technocratie (Le nouvel état industriel : essai sur le système économique américain, NRF, 3^e éd., 1979).

(16) Selon la théorie de l'agence, cette divergence d'intérêts entre les actionnaires (*principales*) et les dirigeants (*agent*) ne peut qu'engendrer pour le fonctionnement de la firme des coûts supplémentaires (*agency cost*) (V.E.F. Fama et M.C. Jensen, Agency problems and residual claims, *The Journal of Law and Economics*, Vol. 26, juin 1983, p. 327).

(17) A. Shleifer et R.W. Vishny, Management entrenchment. The Case of Manager-Specific Investments, *Journal of Financial Economics*, 1989, 25, p. 123 et M. Jensen et R.S. Ruback, The market for corporate control : The scientific evidence, *Journal of Financial Economics*, 11, Avril 1983, n° 1-4, p. 5.

(18) Proxinvest, Rémunérations : heureuse restauration de l'autorité de l'assemblée d'actionnaires, 17 juin 2016.

(19) Le Royaume-Uni a introduit un *say on pay* consultatif dès 2002. Ce vote est désormais contraignant (Enter prise and Regulation Reform Act 2013, sect. 79) et figure dans le Companies Act de 2006 (Chap. 4A) (V. Department for Business Innovation & Skills, Directors' Remuneration Reforms, March 2013).

(20) Certes, fort heureusement, le projet d'art. L. 225-37-2 c. com., qui vise les seules « rémunérations liées à l'activité », exclut de son champ d'application les rémunérations liées à la cessation des fonctions qui sont soumises, selon l'art. L. 225-42-1, à la procédure des conventions réglementées. Des contradictions n'auraient pas manqué d'apparaître.

(21) J.E. Bacheider III, A Say on « Say-on-Pay » : Assessing Impact After Four Years, April 3, 2015, <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/04/03/a-say-on-say-on-pay-assessing-impact-after-four-years/>

(22) Ibid. Selon Proxinvest, la rémunération des dirigeants du CA C40 avait dépassé, en 2014, la barre des 4 millions d'euros (+6 %) (Rapport des dirigeants de sociétés cotées. Proxinvest 2015, 23 sept. 2015). Elle ressort à quelque 4,2 millions d'euros en 2015, soit une augmentation allant de 5 à 11 %.

(23) Libération, Salaire des patrons : l'appel des 40 au CA C40, 18 mai 2016.

(24) Décr. n° 2012-915 du 26 juill. 2012 relatif au contrôle de l'État sur les rémunérations des dirigeants des entreprises publiques.

(25) Signalons la solution préconisée par M.G. Charroux et plusieurs autres députés (Proposition de loi visant à encadrer les rémunérations dans les entreprises, AN 13 à v. 2016, texte n° 3680). Dans toutes les sociétés, il conviendrait de respecter un écart entre les rémunérations les plus élevées et celles les plus basses (C. tra. v., art. L. 3230-1). Le salaire annuel le moins élevé ne pourrait être plus de 20 fois inférieur à la rémunération annuelle globale la plus élevée dans la même entreprise (C. tra. v., art. L. 3230-2). Il ne s'agit donc pas *stricto sensu* d'un plafond. En tout état de cause, le principe d'un *pay ratio* suscite un intérêt croissant. Aux États-Unis, la SEC a adopté, le 5 août 2015, une règle obligeant les sociétés cotées à publier, à partir de 2018, l'écart entre le salaire le plus élevé et celui le plus modeste (SEC Adopts Rule for Pay Ratio disclosure, 2015-160, Aug. 5, 2015 ; Pay Ratio Disclosure, SEC 17 CFR Parts 229 and 249, RIN 3235-AL47, www.sec.gov/rules/final/2015/33-9877.pdf).

(26) Cette règle figure pour tant dans la recommandation n° 2009/385/CE de la Commission du 30 avril 2009 complétant les recommandations n° 2004/913/CE et n° 2005/162/CE en ce qui concerne le régime de rémunération des administrateurs des sociétés cotées (3.4). Elle est reprise également par la directive CRD 4 qui encadre la rémunération des banquiers et des traders (v. directive n° 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, art. 941 (j)). Aux États-Unis, elle est insérée

CHRONIQUE / Chronique de droit des marchés financiers

En définitive, on peut se demander s'il ne serait pas plus expédient de confier purement et simplement à l'assemblée des actionnaires le pouvoir de fixer la rémunération des dirigeants²⁷. Tel est le cas en Suisse²⁸. Toutefois, le succès de cette mesure, non exempte d'une certaine démagogie, s'est révélé limité²⁹. À la vérité, peu importe le mode de sollicitation des actionnaires sur la rémunération des dirigeants³⁰, ce qui compte c'est la qualité,

la lisibilité et l'exhaustivité de l'information dont ils disposent sur les rémunérations et donc la justification de celles-ci³¹. Seule cette information permet aux actionnaires de faire utilement entendre leur voix.

B. F.

dans le Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Section 954).

(27) V. déjà en ce sens la proposition de loi visant à améliorer la gouvernance au sein des grandes entreprises, A.N. texte n° 307, 7 oct. 2015.

(28) V. Initiative Minder, 3 mars 2013 modifiant l'art. 95, al. 3, de la Constitution fédérale du 18 a. vr. 1999.

(29) Étude Ethos sur les assemblées générales suisses 2015 : Bilan mitigé pour la mise en œuvre de l'Initiative Minder, 1^{er} oct. 2015. En 2015, seules 28 % des sociétés aient décidé de procéder à un vote en fin d'exercice (rétrospectif) de la rémunération variable de la direction générale. Les autres sociétés ont fait voter en avance le montant des bonus sans connaître les résultats annuels.

(30) On ne saurait oublier que la proposition de directive révisant la directive sur les droits des actionnaires, adoptée le 8 juill. 2015 par le Parlement européen, prévoit, au moins tous les trois ans, un vote consultatif des actionnaires sur la politique de rémunération des dirigeants (say on pay ex ante) et un vote consultatif annuel sur les rémunérations acquises, lesquelles doivent s'inscrire dans la politique votée préalablement (say on

pay ex post) (v. Parlement européen, Engagement à long terme des actionnaires et déclaration sur la gouvernance d'entreprise, Amendements du Parlement européen, adoptés le 8 juill. 2015, à la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive n° 2007/36/CE en vue de promouvoir l'engagement à long terme des actionnaires, et la directive n° 2013/34/UE en ce qui concerne certains éléments de la déclaration sur la gouvernance d'entreprise (COM(2014)0213 - C7-0147/2014 - 2014/0121(COD)), P.T.A-PROV(2015)0257). Notre droit devra en tenir compte – même si la soumission de toutes les rémunérations à la procédure des conventions réglementées nous semblerait préférable.

(31) En 2015, la baisse du taux d'approbation du say on pay en France venait surtout sanctionner une insuffisance d'information (Rapport d'activité, oct. 2015, p. 20 et 21 ; V. égal. Bilan du Say on Pay 2015 en France, Étude de Towers Watson, 3 juill. 2015, et B. François, Bilan 2015 du vote consultatif des actionnaires sur les rémunérations des dirigeants (say on pay vote), in chron., Rev. sociétés 2015. 613). En dépit du débat ouvert par la rémunération du président-directeur général de Renault, les assemblées générales de 2016, largement préparées en amont, ont suscité moins de contestations de la part des actionnaires (L. Boisseau Sa y on Pay, mesures anti-OP A., le bilan des AG 2016, Les Échos, 14 juin 2016, p. 25). Les rémunérations ont été approuvées en moyenne à 89 % contre 87 % en 2015, signe que les demandes des actionnaires ont été prises en compte.

vient de paraître

La société par actions simplifiée (SAS)

Bilan et perspectives

Sous la direction de Pierre-Henri Conac et Isabelle Urbain-Parleani



La société par actions simplifiée (SAS) est un immense succès et a contribué de manière significative à la compétitivité de l'économie française. Le colloque qui s'est tenu à l'Université Paris Descartes, à l'initiative des professeurs Isabelle Urbain-Parleani (Université Paris Descartes, CEDAG) et Pierre-Henri Conac (Université du Luxembourg), pour célébrer les 20 ans de la loi du 3 janvier 1994 créant la SAS a été l'occasion de faire le point sur son régime, y compris les aspects les plus techniques, et sur d'éventuelles améliorations. L'éclairage du droit comparé montre néanmoins que la SAS constitue une structure très compétitive par rapport à ses concurrents européens ou américains.

Même s'il convient donc de n'envisager d'éventuelles réformes législatives qu'avec une grande prudence, le droit comparé indique des améliorations possibles. En effet, le législateur a ouvert la SAS à tous mais s'est abstenu d'adapter son régime à des associés qui peuvent désormais être non avertis.

Tout en adaptant l'œuvre de libéralisation sur des points précis ou pour contrer une jurisprudence parfois trop rigide, il convient donc sans doute de prévoir une plus grande protection des actionnaires et renforcer les dispositions supplétives. Toutes ces questions, et d'autres, sont au cœur de cet ouvrage qui dresse un bilan très favorable de la SAS et souhaite ouvrir des pistes de réflexion.

Contributeurs : Carole Champalaune, Pierre-Henri Conac, Isabelle Corbisier, Philippe Didier, Holger Fleischer, Bénédicte François, Laurent Codon, Brenda Hannigan, Burkhard Hess, Paul Le Cannu, Hervé Le Nabasque, Emmanuel Masset, Isabelle Urbain-Parleani, Stéphane Rousseau, Joëlle Simon, Marco Ventoruzzo

mai 2016, 48 €
ISBN : 978 - 2-247-15026-7